

中信证券 (6030 HK, HK\$16.72 目标价: HK\$17.73, 持有) — 2017 前景乐观

- ❖ **2017 年表现值得期待。**我们预计，中信证券 2016 年总收入及其他收入总额将达到人民币 490 亿元，按年下跌 32.8%；净利润达到人民币 104 亿元，按年下跌 47.6%。这样不尽理想的财务表现已在市场的预料之中。不过，我们预计 2017 年公司的总收入及其他收入总额将按年增长 17.0%，至人民币 573 亿元；净利润也将受惠于逐渐恢复的资产质量，预计按年增长 48.6%，至人民币 154 亿元。展望未来，“稳定”将成为中国资本市场的主题。我们相信，中国的监管层将对证券行业实施更为严格的监督，所带来的影响将波及行业的方方面面。而投行业务和资产管理业务将首当其冲，成为监管部门管控的首要目标。
- ❖ **平衡快速增长的 IPO 与规模缩小的再融资。**随着证监会管理层的变动及市场的发展，中国的股权融资市场也将相应发生变化。截至 2017 年 2 月 23 日，还有 621 家公司正在排队等待 A 股上市。我们相信，未来 IPO 的审查速度将会加快，新股上市的流程中，“注册制”与“核准制”将同行并举。此外，严格监管再融资市场，能够较好地平衡高速增长 IPO 市场，同时为股票市场补充流动性。中信证券 2015 年及 2016 年连续两年蝉联股权融资市场第一位；2016 年，公司录得股权融资总额人民币 2,495 亿元。我们预计，2016 年公司的投行业务收入将达到人民币 53 亿元，按年增长 15.6%。不过，我们预计国内再融资市场规模将会受限，因此公司 2017 年投行业务收入按年增长幅度将仅为 5%。
- ❖ **持续增强资管业务的主动管理能力，逐步回归资产管理的本质。**我们预测截至 2016 年末，中国境内资产管理行业的规模将达到人民币 89 万亿元。展望未来，人民银行、银监会、证监会及保监会将进一步完善跨部门协调机制，对资产管理行业实施管控，特别是将着眼于“去通道化”及“去杠杆”两个目的。我们预计中信证券截至 2016 年底的资产管理规模将达到人民币 1.6 万亿元，按年增长 51.0%；资管业务收入达到人民币 87.2 亿元，按年增长 17.8%。
- ❖ **目标价港币 17.73 元。**我们将公司 2016 年至 2018 年的纯利预测，分别提升 11.4%、32.7% 和 25.4%，至人民币 103.8 亿元、人民币 154.2 亿元以及人民币 184.0 亿元。公司目前的股价相当于 2016 年预测市帐率的 1.26 倍，以及 2017 年预测市帐率的 1.16 倍。我们的目标价为港币 17.73 元，相当于 2017 年预测市帐率的 1.23 倍，同时也是香港上市同业的平均市帐率加上一个标准差，这主要是基于公司多项主要业务分别处在市场的领先地位。然而，我们预测的 2017 年的增长已经绝大部分反映在现时的估值里，因此仍然维持**持有**评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	39,526	72,924	48,978	57,319	66,415	76,167
净利润 (百万人民币)	11,337	19,800	10,379	15,418	18,402	21,431
每股收益 (人民币)	1.03	1.71	0.86	1.27	1.52	1.77
每股收益变动 (%)	167.55	65.97	(49.85)	48.55	19.36	16.46
市盈率 (x)	14.41	8.69	17.32	11.66	9.77	8.39
市帐率 (x)	1.62	1.27	1.26	1.16	1.05	0.96
股息率 (%)	1.9	3.4	1.7	2.6	2.7	2.7
权益收益率 (%)	12.1	16.6	7.5	10.6	11.6	12.3
净财务杠杆率 (%)	42.3	26.5	46.8	44.6	35.8	27.4

来源: 公司及招银国际研究部

张淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

中信证券(6030 HK)

评级	持有
收市价	HK\$16.72
目标价	HK\$17.73
市值 (港币百万)	220,901
过去 3 月平均交易 (港币百万)	174.35
52 周高/低 (港币)	19.4/15.14
发行股数 (百万)	12,117
主要股东 (港股) 全国社保基金 (58.6%)	

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	5.2%	3.3%
3 月	-7.3%	-10.8%
6 月	-3.6%	-6.8%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
收入	36,971	69,384	45,615	53,922	62,849	72,422
佣金及手续费收入	18,915	34,253	24,782	28,247	32,583	38,436
利息收入	7,851	15,622	11,372	13,082	15,049	17,311
投资净额收益	10,204	19,510	9,461	12,593	15,217	16,675
其他收入及收益	2,555	3,540	3,363	3,397	3,567	3,745
收入及其他收益总额	39,526	72,924	48,978	57,319	66,415	76,167
折旧及摊销	(377)	(285)	(328)	(410)	(491)	(590)
雇员成本	(9,463)	(14,798)	(10,285)	(12,037)	(13,947)	(15,233)
佣金及手续费支出	(1,799)	(4,621)	(2,212)	(2,462)	(2,808)	(3,229)
利息支出	(6,901)	(12,831)	(12,460)	(13,030)	(14,793)	(16,692)
减值损失	(600)	(2,481)	(3,015)	(2,103)	(2,260)	(3,072)
营业税金及附加	(1,257)	(2,768)	(490)	(573)	(664)	(762)
其他经营费用	(4,336)	(8,499)	(6,612)	(6,878)	(7,837)	(9,140)
支出总额	(24,733)	(46,282)	(35,401)	(37,493)	(42,801)	(48,718)
经营利润	14,793	26,642	13,576	19,826	23,615	27,449
所占联营企业和合营企业的业绩	629	646	678	746	828	927
所得税前利润	15,422	27,287	14,254	20,572	24,442	28,376
所得税费用	(3,560)	(6,927)	(3,278)	(4,526)	(5,377)	(6,243)
年度利润	11,862	20,360	10,976	16,046	19,065	22,133
少数股东权益	(524)	(561)	(597)	(628)	(663)	(702)
净利润	11,337	19,800	10,379	15,418	18,402	21,431

来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
融资客户垫款	74,135	75,523	61,856	74,291	85,459	92,303
金融投资	164,158	216,419	195,547	197,095	192,550	195,317
代客户持有之现金	96,841	143,554	103,359	118,863	136,692	150,361
现金及银行结余	37,967	68,907	32,853	41,814	62,301	88,854
其他	72,152	66,296	74,246	79,064	85,852	92,284
总流动资产	445,253	570,699	467,860	511,127	562,854	619,119
物业及设备	1,222	3,856	3,933	4,130	4,336	4,423
投资物业	74	71	70	70	70	70
金融投资	11,006	12,508	18,875	20,282	22,500	24,237
其他	22,071	28,974	26,150	26,995	27,999	29,351
总非流动资产	34,374	45,409	49,028	51,476	54,906	58,081
总资产	479,626	616,108	516,888	562,603	617,759	677,200
短期银行贷款	4,651	4,722	3,069	3,836	4,604	5,524
短期应付融资款	17,998	12,848	23,769	34,465	41,703	53,379
代理买卖证券款	101,846	150,457	106,460	122,429	140,793	154,872
拆入资金	11,751	18,033	12,443	15,180	16,698	18,368
其他	191,319	214,154	167,251	172,695	182,109	192,633
总流动负债	327,565	400,213	312,992	348,605	385,907	424,777
长期债券	43,167	67,836	57,660	54,777	57,516	60,392
长期银行借款	2,314	2,345	1,055	1,108	1,164	1,257
其他	5,448	3,977	2,623	2,629	2,674	2,727
总非流动负债	50,930	74,158	61,338	58,514	61,353	64,376
总负债	378,495	474,371	374,330	407,120	447,260	489,153
股东总权益	99,099	139,138	139,294	151,566	165,798	182,407
少数股东权益	2,033	2,599	3,264	3,917	4,701	5,641
总权益	101,131	141,737	142,558	155,483	170,499	188,048

来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
经营活动						
税前利润	15,422	27,287	14,254	20,572	24,442	28,376
折旧及分攤	736	685	635	754	883	1,036
营运资本变动	(34,477)	19,332	(17,998)	9,260	23,070	24,837
税务开支	(2,972)	(6,398)	(2,951)	(4,073)	(4,840)	(5,618)
其他	(4,992)	(1,373)	(1,222)	(5,812)	(4,213)	(2,667)
经营活动所得现金净额	(26,283)	39,533	(7,280)	20,701	39,343	45,964
投资活动						
资本开支	(604)	(4,288)	(489)	(625)	(713)	(815)
投资变动	(8,401)	(35,462)	6,978	9,783	6,732	5,593
金融资产利息收入	1,793	1,362	2,958	3,526	4,225	4,647
其他	7,237	477	875	1,059	1,185	1,063
投资活动所得现金净额	24	(37,910)	10,322	13,743	11,430	10,488
融资活动						
股票发行	8,807	21,472	0	0	0	0
银行贷款变动	31,679	19,736	(27,982)	(16,879)	(18,863)	(17,173)
股息	(4,185)	(7,970)	(11,165)	(8,831)	(11,033)	(12,869)
其他	(28)	(5,928)	(25)	(31)	(45)	(12)
融资活动所得现金净额	36,273	27,309	(39,172)	(25,741)	(29,941)	(30,054)
现金增加净额	10,014	28,932	(36,131)	8,703	20,831	26,398
年初现金及现金等价物	25,669	35,569	65,671	29,395	37,953	58,640
外汇差额	(114)	1,170	(145)	(145)	(145)	(145)
年末现金及现金等价物	35,569	65,671	29,395	37,953	58,640	84,893

来源：公司及招銀国际研究部

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	47.9%	47.0%	50.6%	49.3%	49.1%
利息收入	19.9%	21.4%	23.2%	22.8%	22.7%
投资净额收益	25.8%	26.8%	19.3%	22.0%	22.9%
其他收入及收益	6.5%	4.9%	6.9%	5.9%	5.4%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	84.4%	87.7%	-34.3%	18.2%	16.6%
收入及其他收益增长	94.9%	84.5%	-32.8%	17.0%	15.9%
营业收入增长	122.9%	80.1%	-49.0%	46.0%	19.1%
净利润增长	116.2%	74.6%	-47.6%	48.6%	19.4%
资产负债比率					
流动比率 (x)	135.9%	142.6%	149.5%	146.6%	145.9%
总负债/权益比率	80.6%	76.0%	70.4%	72.2%	73.4%
净负债/权益比率	42.3%	26.5%	46.8%	44.6%	35.8%
回报率					
资本回报率	12.1%	16.6%	7.5%	10.6%	11.6%
资产回报率	3.0%	3.6%	1.8%	2.9%	3.1%
每股数据					
每股利润（人民币元）	1.03	1.71	0.86	1.27	1.52
每股股息（人民币元）	0.28	0.50	0.26	0.38	0.40
每股账面值（人民币元）	9.18	11.70	11.77	12.83	14.07

来源：公司及招銀国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便做出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺做出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。